

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PRESENÇA DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NAS FIRMAS BRASILEIRAS

EARNINGS MANAGEMENT AND INSTITUTIONAL INVESTORS PRESENCE IN BRAZILIAN FIRMS

ALLAN PINHEIRO HOLANDA
SÍLVIA MARIA DIAS PEDRO REBOUÇAS
ANTONIO CARLOS DIAS COELHO

Resumo:

A pesquisa teve por objetivo investigar se a presença de investidores institucionais na estrutura societária das firmas listadas na BM&FBovespa afeta o nível de gerenciamento de resultados divulgados em suas demonstrações contábeis. Adicionalmente, se examina se tal relação pode ter sido impactada pela relevância de sua participação no capital da firma. O gerenciamento de resultados se mensurou pelas métricas utilizadas no estudo *Earnings management and investor protection: an international comparison* (2003). A hipótese de que a presença dessa classe de investidores inibe a prática do gerenciamento de resultados foi testada por regressão logística. A presença de investidores institucionais na estrutura societária da amostra considerada – 344 firmas listadas na BM&FBovespa, no período de 2006 a 2010 – sequer apresentou significância com as medidas de gerenciamento de resultado, rejeitando-se a hipótese aventada. Inferiu-se que investidores institucionais no Brasil não parecem ser informacionalmente eficientes a ponto de segregar companhias que praticam gerenciamento de resultados, aceitando, assim, baixa qualidade informacional nos relatórios contábeis.

Palavras-chave: Investidores institucionais. Gerenciamento de resultados. Governança corporativa.

Abstract: The research aimed to investigate whether the presence of institutional investors in ownership structure of the companies listed on the BM&FBovespa affects earnings management level disclosed in its financial statements. Additionally it examines whether such a relationship may have been impacted by the relevance of its stake in the firm. Earnings management is measured by metrics used in the study *Earnings management and investor protection: an international comparison* (2003). The hypothesis that the presence of this class of investors inhibits the practice of earnings management was tested by logistic regression. Institutional investors occurrence in ownership structure of researched sample – 344 firms listed on BM&FBovespa, in the period 2006 to 2010 – wasn't significant with earnings management measures, leading to hypothesis rejection. Inference that institutional investors in Brazil does not seem to be informational efficient enough to segregate companies practicing earnings management is mandatory, accepting low information quality in accounting reports offered by firms in Brazilian market.

Keywords: Institutional investors. Earnings management. Corporate governance.

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC).

E-mail: allanpholanda@yahoo.com.br

Endereço: Universidade Federal do

Ceará, Programa de Pós Graduação em Administração e Controladoria, Av. da Universidade, 2.486, Benfica, Fortaleza – CE CEP 60.020-180.

SÍLVIA MARIA DIAS PEDRO REBOUÇAS

Doutora em Estatística e Investigação Operacional pela Universidade de Lisboa (UL). Professora adjunta da UFC.

E-mail: smdpedro@gmail.com

ANTONIO CARLOS DIAS COELHO

Pós-doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo (USP).

Professor associado da UFC.

E-mail: accoelho@secrel.com.br

Recebido em: 04.09.2012.

Revisado por pares em: 13.07.2013.

Aceito em: 05.08.2013.

Publicado em: 20.12.2013.

Avaliado pelo sistema *double blind review*.

1 INTRODUÇÃO

Dentre os diversos participantes do mercado de capitais a nível mundial, destacam-se os investidores institucionais, assim definidos como entidades estabelecidas na forma de sociedades seguradoras, de fundos de pensão, fundos de investimentos, instituições financeiras (bancos, sociedades financeiras, cooperativas de crédito) e empresas de investimentos, estas administradoras de carteiras de títulos (FERRI; SOARES, 2009).

No Brasil essa participação de destaque não poderia ser diferente. Numa pesquisa da revista *Exame* foi apontado que os investimentos de tais investidores no Brasil saltaram de 467,7 bilhões de dólares, no ano de 2005, para 1,2 trilhões de dólares, no ano de 2010, ou seja, em apenas cinco anos houve crescimento de cerca de 150% de sua participação em investimentos no Brasil (PORTUGAL, 2010).

Essa forte participação é corroborada por um levantamento realizado pela Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros (BM&FBOVESPA, 2011), que revelou que a parcela de negócios dos investidores institucionais correspondeu a, aproximadamente, 17% do total comercializado pela bolsa durante o mês de setembro do ano de 2011.

Tais entidades caracterizam-se por serem investidores mais sofisticados, com maior quantidade de recursos alocáveis, com participações significativas no capital de suas investidas, com maior capacidade legal e institucional de monitorar as ações dos gerentes das firmas financiadas e, portanto, com maior influência nas decisões da firma do que os demais investidores, principalmente no que diz respeito a práticas de boa governança corporativa (CHUNG; FIRTH; KIM, 2002; JIAMBALVO; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2002; FERRI; SOARES, 2009).

Um importante alvo para o exercício da influência dos investidores institucionais dentro de uma firma seria a preparação das demonstrações contábeis pelos gestores, pois informações contábeis são o principal veículo de redução da assimetria informacional entre gestores e investidores da firma (CHUNG; FIRTH; KIM, 2002), e, ainda, porque a transparência se traduz como medida de governança eficiente em relação aos públicos de interesse da firma.

Os investidores demandam suas necessidades informacionais, o que incentivaria gestores a produzirem relatórios contábeis de qualidade. Nesse sentido, é possível que a presença de investidores institucionais na estrutura societária das firmas possa se constituir em estímulo para que se evitem práticas contábeis com fins oportunistas, tendentes a fornecer informações que incrementem a assimetria informacional entre gestores e investidores.

Por outro lado, tal presença pode conduzir os investidores institucionais a ter acesso privilegiado a informações proprietárias da firma, reduzindo sua demanda por dados

contábeis públicos eficientes, podendo induzir à prática de gerenciamento de resultados como regra para tais empresas, constituindo-se, nesse caso, em barreira informacional para os demais investidores minoritários, sem acesso a acordos de acionistas, a órgãos deliberativos da companhia, ou, mesmo a conselhos de fiscalização das firmas.

Nesse contexto, emerge a seguinte questão da pesquisa: qual a influência dos investidores institucionais no nível de gerenciamento de resultados em firmas brasileiras?

Como a capacidade dos gestores em praticar gerenciamento de resultados pode ser limitada pela eficácia do monitoramento externo pelas partes interessadas na firma (CHUNG; FIRTH; KIM, 2002), os acionistas estariam entre os *stakeholders* mais aptos, próximos e interessados em tal monitoramento. Considerando, então, que investidores institucionais são sofisticados, no sentido de contar com departamentos técnicos e analistas financeiros, e, assim, com maior capacidade para acompanhar operacionalmente a firma e disciplinar os gestores de firmas a adotarem preceitos de oferta de números contábeis informacionalmente eficientes, adotou-se a hipótese de que existe associação negativa entre o nível de gerenciamento de resultados e a presença de investidores institucionais no quadro societário das firmas brasileiras. Vale ressaltar que os investidores institucionais influenciam a oferta de dados contábeis, contribuindo para que os gestores reduzam a prática de gerenciamento de resultados.

Tal hipótese também se alicerça na premissa de que esses investidores, na sua condição de representante institucional de muitos investidores individuais, estão organizados com níveis e mecanismos de governança em suas estruturas de gestão, as quais têm capacidade de inibir comportamentos oportunistas de seus dirigentes. Vale lembrar que essa classe de investidores é constituída por fundos de pensão, seguradoras, bancos e organizações extremamente reguladas, cujos clientes passivos também se comportam de forma eficiente do ponto de vista financeiro.

O objetivo da pesquisa é investigar se a condição de pessoa jurídica organizada, de eficiência financeira e de capacidade técnica de investidores conduz a demanda efetiva por informações contábeis informacionalmente não enviesadas. Representa-se tal condição por medidas internacionalmente aceitas de prática de gerenciamento de resultados nas demonstrações contábeis das firmas brasileiras.

Dito de outro modo, a pesquisa objetiva averiguar se há redução da assimetria informacional entre gestores e financiadores da firma, estes representados por aquele grupo mais capaz de analisar e incentivar os gestores a fornecerem informação contábil eficiente informacionalmente.

Sobressai de tal argumentação que a escolha do gestor por usar sua arbitrariedade em relação às normas contábeis dependerá mais da ação institucional e normatizadora,

alicerçada em ambiente jurídico eficaz com garantias aos investidores minoritários de litígio e de *enforcement*, que à capacidade técnica dos *stakeholders*.

Os achados da pesquisa não apontaram para inferências significantes. Investidores institucionais, mesmo que sua participação no capital das firmas seja relevante, não se associam com níveis estimados de gerenciamento de resultados.

Já que investidores institucionais em atuação no Brasil não parecem adotar modelos informacionalmente eficientes para segregar companhias que pratiquem gerenciamento de resultados, pode-se aduzir que a pesquisa contribui para os usuários da informação contábil e para os reguladores de medidas de ordem jurídico-institucional, mormente, quanto à garantia de litígio, pode ser mais eficaz que medidas de aprimoramento das normas e padrões contábeis.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A base conceitual para se esperar que informações contábeis sejam eficientes para o mercado de capitais está no fato de que os gestores assumam sua discricionariedade em divulgar a situação da empresa no sentido de reduzir assimetria informacional intrínseca entre si e os diversos públicos da empresa. Caso contrário, os resultados seriam gerenciados para apresentar uma situação que mantém ou amplia o grau de assimetria informacional.

Assim, trata-se, a seguir, do referencial sobre gerenciamento de resultados, sua motivação, suas formas e incentivos e faz-se uma revisão da literatura empírica usada para analisar o tema ora apresentado.

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Em ambiente institucional caracterizado por baixo *enforcement* e por baixa demanda por informação contábil eficiente, os gestores das firmas aí inseridas podem alterar o sentido do objetivo da contabilidade, qual seja, “Fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica” (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2011, p. 7).

Tal deturpação ocorrerá se gestores tenderem a usar os números contábeis com fins oportunistas, gerando conflito de agência, ou, mesmo, com metas de apresentar

desempenho superior para a firma, em razão de incentivos econômicos para tanto (HEALY; WAHLEN, 1999; LOPES; MARTINS, 2005).

O uso da contabilidade com fins oportunistas – seja para os gestores, seja para a firma – é possível em face do poder discricionário atribuído aos gestores pelas normas contábeis que possibilitam “[...] a discricionariedade no julgamento do administrador, quando da escolha entre os critérios alternativos a serem adotados pela contabilidade” (FORMIGONI; PAULO; PEREIRA, 2007, p. 2).

A utilização da discricionariedade na contabilidade, seja com fins oportunistas ou não, acaba por permitir e influenciar a prática do gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1999; LOPES; MARTINS, 2005).

Segundo uma das conceituações clássicas, o gerenciamento de resultados consiste em “[...] purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain (as opposed to, say merely, facilitating the neutral operation on the process)”¹ (SCHIPPER, 1989, p. 92² *apud* MARTINEZ, 2001, p. 12).

Healy e Wahlen (1999, p. 89) complementam a definição anterior comentando que:

Earnings management occurs when use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.³

Nas duas definições, o enfoque é a utilização, pelo gestor, da discricionariedade para manipular as informações contábeis para alcançar objetivos particulares ou corporativos estritos, em detrimento dos interesses dos demais *stakeholders* da firma.

Para Dechow e Skinner (2000), a prática do gerenciamento de resultados diz respeito à manipulação das informações contábeis e ocorre no âmbito das normas e práticas contábeis aceitas. Em contrapartida, a contabilidade fraudulenta é uma manipulação que viola as normas e práticas contábeis aceitas e as normas legais, configurando, portanto, um crime.

Essa diferenciação entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta decorre da constatação de que a primeira prática modifica os resultados contábeis dentro de limites impostos pela legislação contábil, enquanto que a segunda extrapola tais limites (ALMEIDA, 2010).

¹ “[...] intervenção proposital no processo de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, com a intenção de obter algum benefício particular (em oposição, digamos, ao processo neutro de reportar resultados).” (tradução nossa).

² SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

³ “O gerenciamento de resultados ocorre quando se usa de julgamento nas informações financeiras e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros com o objetivo de preterir o interesse de grupos da empresa acerca de seu desempenho econômico, ou para influenciar resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados.” (tradução nossa).

Pode-se entender, portanto, que o gerenciamento de resultados é ato discricionário e oportunista com o objetivo de mascarar o real desempenho da firma, dentro dos limites impostos pela legislação contábil vigente.

A maneira mais usual de praticar o gerenciamento de resultados é por meio dos *accruals*, que se referem a todos os ajustes nas contas de resultados que impactam a mensuração do lucro contábil e que não necessariamente implicam movimentações financeiras (MARTINEZ, 2001).

O objetivo dos *accruals*, segundo Coelho (2007, p. 65), é “[...] realizar ajustamentos temporais entre o fluxo de caixa operacional e o lucro contábil a partir de transações econômicas em andamento, pelos ajustes advindos do princípio da competência que confronta receitas e despesas em dado período”.

Assim, os *accruals* são utilizados com o intuito de mensurar o efetivo lucro econômico da firma, independente da sua movimentação financeira. O registro no momento do caixa provocaria movimentos na série de lucros não sincronizados com o fato econômico, provocando variâncias adicionais, com características de ruído branco (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Com isso, surge a possibilidade de o gestor usar discricionariamente os *accruals* com o objetivo de influenciar o resultado a partir de ajustes intencionais, e não apenas de sincronização.

Segundo Mulford e Comiskey (2002), são exemplos de práticas de gerenciamento por meio da utilização dos *accruals*: mudança nos métodos de depreciação; mudança nas vidas úteis consideradas para fins de depreciação; mudança nas estimativas de valor residual consideradas para fins de depreciação; determinação de provisões exigidas para contas incobráveis e empréstimos a receber; determinação de provisões exigidas para garantia de produtos ou serviços, entre outros.

A prática do gerenciamento de resultados empregada pelos gestores na manipulação dos resultados das firmas pode ser dividida nas técnicas de *income target* (pré-determinar o montante do lucro a ser reportado no período) e de *income smoothing* (suavização da variância da série de lucros).

O gerenciamento de resultados por meio das técnicas do *income target* ocorre quando os gestores usam sua discricionariedade para aumentar e/ou reduzir os resultados contábeis de um período dado (MARTINEZ, 2001).

Já o *income smoothing* consiste na redução da variabilidade do resultado ao longo do tempo ou na apresentação de uma persistência na elevação dos resultados, com o objetivo de manter os resultados em determinado patamar e, ao mesmo tempo, evitar flutuações excessivas (MARTINEZ, 2001).

A literatura, tanto internacional quanto nacional, versa que existem determinados incentivos econômicos e institucionais que conduzem gestores a aumentar ou redu-

zir a prática do gerenciamento de resultados. Um dos incentivos enunciados por pesquisas, apresentadas a seguir, é a presença de investidores institucionais no quadro social da firma.

2.2 ESTUDOS ANTERIORES

Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999) analisaram a associação entre a participação dos investidores institucionais no quadro social e a prática do gerenciamento de resultados nas empresas registradas na *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos, durante os anos de 1989 a 1995.

A participação dos investidores institucionais no quadro social foi estimada pela porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas.

Já a prática de gerenciamento de resultados foi mensurada tendo por base os *accruals* discricionários obtidos através do modelo Jones modificado proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). O estudo indicou como resultados que uma maior participação de investidores institucionais no quadro social está relacionada a uma menor prática de gerenciamento de resultados.

Hsu e Koh (2005) pesquisaram o relacionamento entre a presença de investidores institucionais e a prática do gerenciamento de resultados nas empresas australianas, durante os anos de 1993 a 1997.

A presença de investidores institucionais foi estimada pela porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas, enquanto o nível de gerenciamento de resultados foi mensurado a partir do modelo Jones modificado e proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

Pode-se perceber, a partir dos resultados da pesquisa, que uma forte participação de investidores institucionais é uma ferramenta capaz de diminuir a prática do gerenciamento de resultados.

Koh (2007) pesquisou o relacionamento existente entre a presença de investidores institucionais e a prática do gerenciamento de resultados nas empresas constantes da base de dados Compustat, durante os anos de 1995 a 1998.

A presença de investidores institucionais foi estimada pela porcentagem de tais investidores em relação ao número total de acionistas. O nível de gerenciamento de resultados foi obtido pelo modelo Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Os resultados indicaram que a presença de investidores institucionais é um mecanismo eficiente para a redução da prática de gerenciamento de resultados.

Ali, Salleh e Hassan (2008) pesquisaram o relacionamento existente entre características da estrutura de propriedade e prática do gerenciamento de resultados nas organizações malaias listadas na Bursa Malaysia, durante os anos de 2002 e 2003.

Dentre as características utilizadas pelos autores, destaca-se o fato de o maior acionista ser investidor institucional, o que se coaduna com o objeto da atual pesquisa.

O gerenciamento de resultados foi mensurado pelo modelo Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Os resultados da pesquisa sugeriram existir uma associação negativa entre o maior acionista ser um investidor institucional e a prática de gerenciamento de resultados.

Jalil e Rahman (2010) analisaram o relacionamento existente entre a presença de diferentes tipos de investidores institucionais e a prática do gerenciamento de resultados nas organizações malaias listadas na Bursa Malaysia, durante os anos de 2002 a 2007.

Os autores agruparam os investidores institucionais em categorias, sendo que o primeiro grupo incorporava os bancos e as sociedades seguradoras, o segundo congregava os fundos de investimento, os fundos de pensão e as instituições estatais e o terceiro agrupava as maiores empresas de participações malaias.

A prática de gerenciamento de resultados foi mensurada tendo por base os *accruals* discricionários obtidos através do modelo Jones (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

Os achados da pesquisa indicaram que o primeiro e o segundo grupos não foram capazes de diminuir a prática do gerenciamento de resultados, enquanto que o terceiro grupo, composto por investidores com maior *expertise*, foi capaz de diminuir prática do gerenciamento de resultados.

No plano brasileiro, Correia e Louvet (2010) investigaram a associação existente entre mecanismos de governança e características econômico-institucionais específicas de firmas com níveis de gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 1997 a 2006.

Dentre as características pesquisadas pelos autores, destaca-se o percentual do capital total mantido por investidores institucionais. Já a prática de gerenciamento de resultados foi mensurada pelas medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Os resultados da pesquisa indicaram que o percentual do capital total mantido por investidores institucionais não possui influência na prática do gerenciamento de resultados pelos gestores.

Coelho *et al.* (2011) investigaram a associação existente entre características do controle e propriedade e a prática do gerenciamento de resultados nas sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 2002 a 2007.

Dentre as características do controle e propriedade investigadas pelos autores, destaca-se a presença de investidores institucionais, que foi estimada pela porcentagem de

tais investidores em relação ao número total de acionistas. O gerenciamento de resultados foi mensurado pelas medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Os resultados da pesquisa indicaram que a presença de investidores institucionais não possui influência na prática de gerenciamento de resultados.

Com base nessa revisão de pesquisas anteriores, pode-se perceber que, a nível internacional, os investidores institucionais expõem atributos que os caracterizam como informacionalmente eficientes no que tange a distinguir lucros com componentes discricionários, exibindo, empiricamente, uma maior capacidade de fiscalização das informações contábeis, o que resulta em um menor nível do gerenciamento de resultados nas empresas com investidores institucionais em seus quadros societários.

Já no Brasil, os poucos estudos realizados não lograram identificar atributos de eficiência ou ineficiência dos investidores institucionais, eis que não se verificou influência significativa de investidores institucionais no grau de gerenciamento de resultados das firmas amostradas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

No desenho da pesquisa, estimou-se o nível de gerenciamento de resultados aplicando-se medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Tais métricas foram criadas com o propósito de aferir o nível de suavização da série de lucros das empresas e de mensurar a discricionariedade dos gestores no uso de *accruals*.

A primeira medida (GR_1) captura a intensidade de decisões que visem reduzir a dispersão natural dos fluxos de caixa pela suavização da série temporal dos lucros reportados. Tal processo se dará via utilização discricionária de *accruals* pelos gestores. Com essa meta, a medida capta gerenciamento de resultados por meio da técnica conhecida como *income smoothing*.

GR_1 foi estimada pela fórmula 1, seguinte, esperando-se, seguindo os autores, que menores valores para a medida signifiquem maior grau de gerenciamento de resultados, dado que a variação temporal dos lucros reportados seria reduzida por meio da utilização de *accruals* discricionários, mantendo-se a variação temporal do fluxo de caixa inalterada:

$$GR1 = \frac{\sigma LO}{\sigma FCO} \quad (1)$$

Em que: σLO = desvio padrão do lucro operacional e σFCO = desvio padrão do fluxo de caixa das operações; LO e FCO são escalados pelo ativo total do período anterior.

O fluxo de caixa das operações utilizado foi estimado pela diferença entre lucro operacional e *accruals* totais, de

acordo com a seguinte equação, considerando que, no período, as empresas ainda não publicavam a demonstração de fluxo de caixa:

$$FCO = LO - ACT \quad (2)$$

Em que: FCO = fluxo de caixa das operações; LO = lucro operacional; e ACT = *accruals* totais.

Os *accruals* totais, por sua vez, foram estimados pela relação seguinte:

$$ACT = (\Delta AC - \Delta Disp) + (\Delta PC - \Delta Fin) - Depre \quad (3)$$

Em que: ACT = *accruals* totais; ΔAC = variação no ativo circulante; $\Delta Disp$ = variação em caixa e equivalentes à caixa; ΔPC = variação no passivo circulante; ΔFin = variação em financiamentos e empréstimos de curto prazo; e Depre = despesa de depreciação e amortização.

A segunda medida (GR_2) utiliza o valor total dos *accruals* como *proxy* para indicar o grau de discricionariedade de gestores na divulgação dos lucros, captando, portanto, o gerenciamento de resultados através de *income target*.

GR_2 foi estimada pela fórmula 4, esperando-se, também, conforme os autores, que maiores valores da medida representem maior prática de gerenciamento de resultados, pois acréscimos nos *accruals* totais em relação ao montante dos fluxos de caixa das operações significam que o gestor tende a usar discricionariamente registros adicionais em relação aos fluxos de caixa ocorridos:

$$GR2 = \frac{|ACT|}{|FCO|} \quad (4)$$

Em que: $|ACT|$ = valor absoluto dos *accruals* totais; e $|FCO|$ = valor absoluto dos fluxos de caixa das operações.

A última medida (GR_3) consiste da média das posições (*rank*) das medidas anteriores. Ela é apresentada com as empresas ordenadas do menor para o maior nível de gerenciamento de resultados. Assim sendo, altos valores da medida estão associados a maiores níveis de gerenciamento de resultados. Seu uso é recomendado pelos autores em discussão, no sentido de mitigar erros nas medidas estimadas, fazendo-se uma análise genérica das posições das empresas, ao invés de utilizar os valores calculados de tais medidas.

A mensuração da participação de classes de investidores institucionais no quadro societário das firmas foi efetuada por variáveis dicotômicas, em dois critérios diversos: numa formulação considerou-se tão somente a presença ou ausência de investidores institucionais nas listagens de

acionistas (EII). Já em outra formulação, que indicasse a relevância da participação de tais acionistas, ponderaram-se os montantes de sua participação (EIIR). Uma participação relevante, no estudo, foi tomada por parcela de capital superior a 5% do total da propriedade da empresa: este é o limite mínimo para o qual a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instrui a divulgação e o detalhamento da participação individual de investidores.

A amostra objeto da pesquisa congregou as sociedades por ação de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Foram apreciados eventos relacionados ao período de 2006 a 2010, caracterizado por sensível incremento da participação de investidores institucionais no mercado acionário brasileiro (PORTUGAL, 2010).

Ao termo, a amostra, que desconsiderou firmas do setor 'seguros e finanças', ficou constituída por 344 empresas, correspondente a 1.178 observações-ano, após a exclusão de firmas e observações devido ao fato de não se ter acesso a informações para cálculo das variáveis (559 empresas/ano) e também porque foram consideradas *outliers* (89 empresas/ano), identificadas pela técnica da análise do histograma, em que as observações atípicas, ou seja, aquelas que não se comportam como as demais da distribuição, são consideradas *outliers*.

Os dados necessários para o processamento da pesquisa foram coletados na base de dados Economática®, no formulário de referência, no formulário de informações anuais e nas demonstrações financeiras padronizadas disponíveis nos portais institucionais da BM&FBovespa e da CVM.

Baseando-se na hipótese proposta, espera-se que a presença de investidores institucionais nas empresas esteja associada a menores níveis de gerenciamento de resultados, adotando-se a premissa de que tais acionistas sejam mais eficientes informacionalmente e detenham maior capacidade de fiscalização das informações contábeis (JALIL; RAHMAN, 2010).

Os testes, assim, foram delineados nos modelos seguintes, examinando tanto a simples presença quanto a relevância dos investimentos de acionistas institucionais:

$$(\text{logit}(EII))_{it} = \beta_0 + \beta_1 GR1_{it} + \beta_2 GR2_{it} + \beta_3 GR3_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 SET_{it} + \beta_6 ANO_{it} + \varepsilon \quad (5)$$

$$(\text{logit}(EIIR))_{it} = \beta_0 + \beta_1 GR1_{it} + \beta_2 GR2_{it} + \beta_3 GR3_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 SET_{it} + \beta_6 ANO_{it} + \varepsilon \quad (6)$$

Em que: EII: significa existência de investidor institucional; EIIR: significa existência de investidor institucional relevante; GR1: medida de gerenciamento de resultados já definida; GR2: medida de gerenciamento de resultados acima definida; GR3: medida conjunta de gerenciamento de resultados acima explicada; TAM: tamanho; ANO: variável *dummy* controlando os períodos; e SET: variável *dummy* indicando o setor econômico da empresa.

Incluíram-se como variáveis de controle o tamanho da firma (TAM) – medido pelo logaritmo do ativo total –, possíveis efeitos temporais que tenham sido comuns a todas as empresas (ANO) e possíveis efeitos diferenciados segundo o setor das empresas (SET).

Para o primeiro modelo, foi utilizada a amostra completa, examinando-se se a estrita EII é afetada pelo nível de gerenciamento de resultados. No segundo modelo, consideraram-se empresas com investidores institucionais, separando-se aquelas com participação relevante (EIIR), que assumem valor 1, assumindo-se 0 em caso contrário.

A investigação foi processada por meio de regressão logística, a qual é utilizada para, dada a natureza do atributo identificador (dicotômico), examinar se tal atributo é explicado em função de valores conhecidos de uma ou mais variáveis independentes (de natureza métrica ou não métrica). Tal influência é dada pela probabilidade de que os fatores explicativos estejam associados à natureza do atributo considerado, ao tempo em que se afere a significância do fator explicativo.

A regressão logística, no dizer de econométricos, busca investigar o efeito das variáveis independentes sobre a probabilidade de ocorrência de determinado evento ou fenômeno (FÁVERO *et al.*, 2009; DIAS FILHO; CORRAR, 2009), identificado pelas categorias representadas na vari-

ável explicada. Os procedimentos econométricos utilizados foram processados utilizando-se o *software* Stata.

Ressalta-se que os coeficientes das regressões foram estimados com a correção robusta de White, de modo a tornar os resíduos homocedásticos. Adicionalmente, examinou-se a multicolinearidade entre as variáveis independentes, ausente segundo os testes, o que está de acordo com o pressuposto para resultados consistentes e eficientes da regressão logística (DANCEY; REIDY, 2006).

Subsidiariamente, se fez a descrição das amostras segregadas, que se constituíram em segmentos específicos, com análise de testes não paramétricos de diferença de médias e de correlação das medidas de gerenciamento de resultados, levando-se em conta as características diferenciadoras de presença de investidores institucionais.

4 RESULTADOS

Ao se separar, na Tabela 1, subamostras de grupos de empresas com e sem presença de investidores institucionais em seu quadro societário, pode-se perceber que todas as variáveis que mensuram gerenciamento de resultados apresentam médias significativamente diferentes nos dois grupos.

Tabela 1 - Gerenciamento de resultados: presença de investidores institucionais

Variável	Existência de investidores institucionais	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Teste de média
GR1	Com	715	0,735	0,654	0,009	4,364	-1,739*
	Sem	463	0,788	0,668	0,004	3,797	
	Total	1178	0,756	0,660	0,004	4,364	
GR2	Com	715	1,490	1,052	0,002	5,939	-5,739***
	Sem	463	1,221	0,852	0,000	5,710	
	Total	1178	1,384	0,987	0,000	5,939	
GR3	Com	715	619,329	249,144	47,000	1147,500	-5,224***
	Sem	463	543,436	238,397	51,000	1153,500	
	Total	1178	589,500	247,666	47,000	1153,500	
TAM	Com	715	6,145	0,766	3,315	8,669	-12,400***
	Sem	463	5,542	0,802	3,273	8,325	
	Total	1178	5,908	0,834	3,273	8,669	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa. Nota: Definição das variáveis: GR₁: representa o gerenciamento de resultados através do *income smoothing* (desvio padrão do lucro operacional_t escalado pelo ativo total_{t-1} / desvio padrão do fluxo de caixa das operações_t escalado pelo ativo total_{t-1}); GR₂: representa o gerenciamento de resultados através do *income target* (*accruals* totais_t / fluxo de caixa operacional_t); GR₃: representa a medida global de gerenciamento de resultados; TAM: tamanho (logaritmo do ativo total). Teste não paramétrico U de Mann-Whitney; significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% é indicada por ***, ** e *, respectivamente.

A primeira medida, que estima o exercício de alisamento da série de lucros em comparação ao comportamento da série de fluxo de caixa, indica que a presença de investidores institucionais tende a usar com menor intensidade essa técnica - menor média e significante - informando menores níveis de risco aos investidores, o que seria eficiente para os investidores institucionais.

Quanto à seguinte medida de discricionariedade dos gestores, novamente se verificou que as firmas com presença de investidores institucionais mostram, na média, com significância estatística, maior nível de gerenciamento de resultados, o que caracteriza provável maior ajuste dos resultados, sem que se possa afirmar se isso ocorre devido à presença dos investidores institucionais.

O *ranking* expresso na terceira medida reflete, obviamente, o que acima se comentou com as empresas com investidores institucionais classificadas significativamente entre as que contêm maior nível de gerenciamento de resultados.

A Tabela 2 segrega os dados em subamostras referentes à participação relevante de investidores institu-

cionais nas empresas em que tais investidores compõem o quadro societário.

Pode-se perceber, a partir da análise da Tabela 2, que as variáveis que mensuram a prática do gerenciamento de resultados apresentam médias estatisticamente iguais nos dois grupos. Vale dizer que a relevância da participação acionária dos investidores institucionais não define sua mudança de comportamento em face da existência de procedimentos de gerenciamento de resultados divulgados pelas empresas que mantêm investimentos com participação maior que 5% no total de seu próprio capital.

Do ponto de vista de consistência e eficiência do método de regressão logística, os dados evidenciados na Tabela 3 mostram que os níveis de correlação entre as variáveis independentes não comprometem a análise estatística da regressão logística, tendo em vista que a máxima correlação significativa foi constatada entre as medidas GR_1 e GR_3 (-0,616), estando abaixo do limite aceitável para a análise (FÁVERO *et al.*, 2009).

Tabela 2 - Gerenciamento de resultados: presença de investidores institucionais relevantes

Variável	Existência de investidores institucionais relevantes	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Teste de média
GR1	Com	398	0,703	0,631	0,013	4,364	-1,413
	Sem	317	0,775	0,681	0,009	4,011	
	Total	715	0,735	0,654	0,009	4,364	
GR2	Com	398	1,538	1,130	0,003	5,652	-0,274
	Sem	317	1,452	0,985	0,002	5,939	
	Total	715	1,490	1,052	0,002	5,939	
GR3	Com	398	609,546	252,432	47,000	1065,500	-1,045
	Sem	317	627,121	246,534	63,500	1147,500	
	Total	715	619,329	249,144	47,000	1147,500	
TAM	Com	398	6,076	0,815	3,315	8,067	-0,661
	Sem	317	6,200	0,721	4,354	8,669	
	Total	715	6,145	0,766	3,315	8,669	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota: Definição das variáveis: GR_1 - representa o gerenciamento de resultados através do *income smoothing* (desvio padrão do lucro operacional_t escalado pelo ativo total_{t-1} / desvio padrão do fluxo de caixa das operações_t escalado pelo ativo total_{t-1}); GR_2 : representa o gerenciamento de resultados através do *income target* (*accruals* totais_t / fluxo de caixa operacional_t); GR_3 : representa a medida global de gerenciamento de resultados; TAM - tamanho (logaritmo do ativo total). Teste não paramétrico U de Mann-Whitney; significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% é indicada por ***, ** e *, respectivamente.

Tabela 3 - Análise de correlação

	GR1	GR2	GR3	TAM
GR1	1,000			
GR2	0,052	1,000		
GR3	-0,616***	0,567***	1,000	
TAM	,002	0,256***	0,240***	1,000

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota: Definição das variáveis: GR₁: representa o gerenciamento de resultados através do *income smoothing* (desvio padrão do lucro operacional_t escalado pelo ativo total_{t-1} / desvio padrão do fluxo de caixa das operações_t escalado pelo ativo total_{t-1}); GR₂: representa o gerenciamento de resultados através do *income target* (*accruals* totais_t / fluxo de caixa operacional_t); GR₃: representa a medida global de gerenciamento de resultados; TAM - tamanho (logaritmo do ativo total). Significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% é indicada por ***, ** e *, respectivamente.

Os resultados apresentados na Tabela 4 consideram a amostra total e examinam a influência das medidas de gerenciamento na segmentação considerando a presença ou não de EII nas empresas.

Tabela 4 - Influência de investidores institucionais em gerenciamento de resultados

Variável independente	Expectativa	Variável dependente - EII			
		Coefficiente	Z teste	Valor-p	Exp(B)
GR1	+	0,052	0,330	0,744	1,054
GR2	-	0,090	0,860	0,390	1,095
GR3	-	0,000	0,800	0,425	1,000
TAM	?	1,106	9,210	0,000***	3,022
Ano 07	?	0,004	0,020	0,984	1,004
Ano 08	?	0,384	1,810	0,070*	1,468
Ano 09	?	0,808	3,860	0,000***	2,243
Ano 10	?	0,705	3,280	0,001***	2,024
Setor alimentício	?	0,652	1,620	0,106	1,919
Setor comércio	?	-0,647	-1,680	0,093*	0,524
Setor construção	?	0,036	0,100	0,919	1,036
Setor energia elétrica	?	-0,950	-2,720	0,006***	0,387
Setor extração mineral	?	-1,940	-2,590	0,010***	0,144
Setor máquinas e equipamentos	?	0,305	0,810	0,417	1,356
Setor metalúrgico	?	-0,384	-1,100	0,272	0,681
Setor papel	?	-1,323	-3,030	0,002***	0,266
Setor petróleo e derivados	?	-0,108	-0,260	0,794	0,898
Setor saneamento	?	-1,245	-2,030	0,043**	0,288
Setor serviços gerais	?	0,722	1,740	0,083*	2,059
Setor transporte	?	-0,071	-0,160	0,874	0,932
Setor telecomunicações	?	-0,129	-0,320	0,751	0,879
Setor têxtil	?	-0,382	-1,040	0,299	0,682
Constante	?	-6,542	-8,910	0,000***	0,001
Nagelkerke R Square			15,91%		
LR chi2			170,13***		
n			1178		

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota: Definição das variáveis: EII: existência de investidor institucional (assume valor 1 quando no quadro societário da empresa possuir investidor institucional e 0 caso contrário); GR1: representa o gerenciamento de resultados através do *income smoothing* (desvio padrão do lucro operacional_t escalado pelo ativo total_{t-1} / desvio padrão do fluxo de caixa das operações_t escalado pelo ativo total_{t-1}); GR2: representa o gerenciamento de resultados através do *income target* (*accruals* totais_t / fluxo de caixa operacional_t); GR3: representa a medida global de gerenciamento de resultados; TAM: tamanho (logaritmo do ativo total). Significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% é indicada por ***, ** e *, respectivamente.

Constata-se que o modelo é significativo (χ^2 ; 22 gl = 171,13; Valor-p = 0,000) e que a medida de pseudo R^2 de Nagelkerke, que mede o ajustamento do modelo, é satisfatória (15,91%).

No que concerne aos achados relatados na Tabela 4, pode-se inferir que as medidas representativas de prática do gerenciamento de resultados não possuem significância e, portanto, não contribuem marginalmente para identificar a probabilidade de que investidores institucionais diferenciem comportamentos de gestores na divulgação de lucros. Isso implica, considerando os resultados da Tabela 4, que, mesmo com níveis relevantes de gerenciamento de resultados, os investidores institucionais não levam em conta tal aspecto contábil em suas decisões de investimento.

Ressalte-se que se corroboram as conclusões de pesquisas nacionais anteriores, acima relatadas, que mostram não ter sido identificada influência marginal de diferenciação entre níveis de gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais.

Maiores empresas são mais prováveis de contar com investidores institucionais, como se depreende da relação positiva e significativa da variável que representa o tamanho das empresas. Foi encontrada relação também positiva, significativa e crescente para as variáveis representativas de diferenças intertemporais, vale dizer, uma maior participação de investidores institucionais no quadro societário das empresas, sendo esse fato, de certa forma, explicado pelo crescimento de capital institucional no Brasil, conforme tratado na pesquisa de Portugal (2010).

O único setor que registra presença significativa e positiva de investidores institucionais foi o setor de 'serviços gerais'. Já nos setores 'comércio, energia elétrica, Extração mineral, papel e saneamento' constata-se tendência a menor presença de investidores institucionais.

Em seguida, se analisa a influência explícita de EIIR, considerando-se no processamento somente as empresas da amostra que possuíam investidores institucionais em sua composição acionária, conforme achados apresentados na Tabela 5.

Quanto aos ajustes e medidas de consistência e eficiência, pode-se constatar que o modelo é significativo (χ^2 ; 22gl = 61,76; Valor-p = 0,000) e a medida de pseudo R^2 de Nagelkerke é de 7,07%, nível satisfatório para análise.

Pode-se inferir mais uma vez que as três medidas de gerenciamento de resultados não contêm significância estatística e que, portanto, mesmo uma participação relevante dos investidores institucionais não os incentiva a demandar relatórios contábeis mais eficientes informacionalmente. Contudo, vale comentar que a participação relevante pode fazer com que os papéis se invertam e, nesse caso, os investidores institucionais teriam interesse em manter a assimetria informacional para os demais investidores minoritários.

Os atributos utilizados como controle tiveram comportamento similar à situação descrita na Tabela 4, não se identificando dessa feita setores em que houvesse preferência por investimentos relevantes por parte dos investidores institucionais brasileiros. Saliente-se, também, que os modelos foram processados sem considerar as variáveis referentes aos setores econômicos não se apontando diferenças relevantes nos achados acima descritos.

As implicações demonstradas nas Tabelas 4 e 5 corroboram os resultados evidenciados nas pesquisas de Correia e Louvet (2010) e de Coelho *et al.* (2011), indicando que no ambiente econômico brasileiro a participação de investidores institucionais na estrutura societária de firmas não contribuem para a qualidade das demonstrações contábeis, mormente no que tange a gerenciamento de resultados. Por outro lado, os mesmos achados da atual pesquisa estão em discordância com as conclusões de pesquisas que estudaram outros ambientes institucionais, como o norte-americano (RAJGOPAL; VENKATACHALAM; JIAMBALVO, 1999), o australiano (HSU; KOH, 2005) e o malaio (ALI; SALLEH; HASSAN, 2008; JALIL; RAHMAN, 2010). Nessas pesquisas a experiência de investidores institucionais no quadro societário das firmas foram consideradas ferramentas eficazes para o monitoramento de gerenciamento de resultados.

Tabela 5 - Resultados da regressão logística (modelo 2)

Variável independente	Expectativa	Variável dependente - EIIR			
		Coefficiente	Z teste	Valor-p	Exp(B)
GR1	+	-0,069	-0,360	0,722	0,933
GR2	-	-0,110	-0,930	0,351	0,896
GR3	-	0,000	0,160	0,871	1,000
TAM	?	0,363	2,990	0,003***	1,438
Ano 07	?	0,264	0,960	0,338	1,302
Ano 08	?	0,424	1,520	0,129	1,528
Ano 09	?	0,305	1,190	0,232	1,357
Ano 10	?	0,504	1,930	0,054*	1,655
Setor alimentício	?	-1,251	-2,740	0,006***	0,286
Setor comércio	?	-0,557	-1,060	0,290	0,573
Setor construção	?	-0,436	-0,970	0,333	0,646
Setor energia elétrica	?	-1,465	-3,410	0,001***	0,231
Setor extração mineral	?	-1,427	-1,430	0,152	0,240
Setor máquinas e equipamentos	?	-0,942	-2,130	0,033**	0,390
Setor metalúrgico	?	-0,663	-1,500	0,134	0,515
Setor papel	?	-1,150	-1,810	0,070*	0,317
Setor petróleo e derivados	?	-0,578	-1,200	0,230	0,561
Setor saneamento	?	-1,566	-2,110	0,035**	0,209
Setor serviços gerais	?	0,410	0,780	0,435	1,506
Setor transporte	?	-1,593	-3,090	0,002***	0,203
Setor telecomunicações	?	-1,597	-3,250	0,001***	0,203
Setor têxtil	?	-1,676	-3,580	0,000***	0,187
Constante	?	-1,213	-1,500	0,134	0,297
Nagelkerke R Square			7,07%		
LR chi2			61,76***		
n			715		

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota: Definição das variáveis: EIIR: existência de investidor institucional relevante (assume valor 1 quando no quadro societário da empresa possuir investidor institucional com participação relevante e 0 caso contrário); GR1: representa o gerenciamento de resultados através do *income smoothing* (desvio padrão do lucro operacional_t escalado pelo ativo total_{t-1} / desvio padrão do fluxo de caixa das operações_t escalado pelo ativo total_{t-1}); GR2: representa o gerenciamento de resultados através do *income target* (*accruals* totais_t / fluxo de caixa operacional_t); GR3: representa a medida global de gerenciamento de resultados; TAM: tamanho (logaritmo do ativo total). Significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10% é indicada por ***, ** e *, respectivamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A demanda por evidências acerca de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras de capital aberto, bem como por investigações sobre possíveis direcionadores ou inibidores dessa prática, apoia-se na aspiração de explicar o comportamento dos gestores de tais firmas na tarefa de divulgar os resultados contábeis ao mercado e aos investidores (MOHANRAM, 2003).

A expectativa é de que os gestores busquem reduzir a assimetria informacional entre os públicos da empresa, condição apontada pela literatura sobre governança

corporativa para redução do custo de capital das empresas (COELHO, 2007). Por outro lado, a demanda por relatórios contábeis informacionalmente eficientes depende, entre fatores institucionais e macroeconômicos, da eficiência dos investidores em considerar os sinais de qualidade presentes nas demonstrações contábeis.

Assim, a pesquisa teve por objetivo investigar no Brasil a influência de financiadores da firma na redução da assimetria informacional entre si e gestores. Tomaram-se como grupo de financiadores os investidores institucionais,

grupo mais capaz de analisar e interpretar informação contábil como eficiente informacionalmente. A prática de gerenciamento de resultados foi utilizada como atributo de qualidade nas demonstrações contábeis. Analisou-se o período de 2006 a 2010.

Entendida a empresa como um conjunto de contratos, cujo monitoramento depende da transparência das informações contábeis divulgadas, em última instância, se investiga o efeito da presença de *stakeholders* pretensamente mais eficientes nos preceitos de governança corporativa dessas organizações.

A presença de investidores institucionais foi mensurada pela simples presença de tais investidores no quadro social da companhia e pela compleição de tais investidores com participação relevante. Já a prática do gerenciamento de resultados foi mensurada com base em medidas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Os dados para a mensuração das variáveis da pesquisa foram coletados junto à base Econômica e ao *site* da CVM. A verificação da associação entre os atributos se processou pela técnica estatística da regressão logística.

Em linhas gerais, os resultados dos testes aplicados indicaram que as medidas representativas de gerenciamento de resultados não apresentaram significância estatística, fornecendo subsídios para a rejeição da hipótese de que existe associação negativa entre o nível de gerenciamento de resultados e a presença de investidores institucionais no quadro societário das sociedades brasileiras de capital aberto, a qual considerava que os investidores institucionais, por sua habilidade em gerenciar recursos de terceiros, conseguiriam identificar atitudes oportunistas de gestores das firmas de capital aberto brasileiras. Também não se pôde afirmar que haja qualquer impacto da presença de investidores institucionais na identificação de práticas de gerenciamento de resultados pelas empresas com tais acionistas.

Nesse sentido, os achados desta pesquisa corroboraram as pesquisas de Correia e Louvet (2010) e de Coelho *et al.* (2011), utilizando, ressalta-se, um modelo econômico diferente do utilizado nas pesquisas anteriores. Esses achados indicaram, ainda, que os investidores institucionais em atuação no Brasil não parecem ser informacionalmente eficientes de modo a segregar companhias que pratiquem o gerenciamento de resultados, o que vale dizer que comprometeria a qualidade dos lucros divulgados.

Outra inferência possível é de que a relevância de tais investidores os faça ter acesso privilegiado aos números das empresas através de fontes alternativas de informações, como participação em conselhos e contacto direto com gestores, reduzindo sua demanda por informações contábeis. Ademais, nesse caso, sua presença no corpo societário os leva a raciocinar em conformidade com os gestores, geralmente acionistas majoritários, em detrimento de outros acionistas

minoritários. Tal comportamento seria sancionado por condições institucionais de fraca governança e de fraca proteção a investidores minoritários.

Por fim, recomenda-se, para pesquisas futuras, o aumento do intervalo temporal e a inclusão de outras medidas que utilizem os *accruals* discricionários como representação da prática do gerenciamento de resultados, de modo a possibilitar o alcance de resultados mais conclusivos sobre o tema. Além disso, sugere-se, conforme indicado na literatura, o uso de outros métodos, como, por exemplo, a análise discriminante, para complementar a regressão logística realizada neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ALI, S. M.; SALLEH, N. M.; HASSAN, M. S. Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. *Asian Journal of Business and Accounting*, v. 1, n. 2, p. 89-116, 2008.
- ALMEIDA, J. E. F. *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. 2010. 174 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros. *Participação dos investidores*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 5 out. 2011.
- CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J. B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, v. 8, n. 1, p. 29-48, jan. 2002.
- COELHO, A. C. D. *Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil*. 2007. 240 p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- COELHO, A. C. D. *et al.* The supervisory board as an alternative corporate governance mechanism: evidence from Brazil. In: ANNUAL CONGRESS EAA, 34., Roma. *Anais...* Bruxelas: EAA, 2011.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento conceitual básico (R1): estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro*. 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>>. Acesso em: 1 set. 2012.
- CORREIA, L. F.; LOUVET, P. O relacionamento entre a governança das empresas e a qualidade das suas informações financeiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 34., Rio de

Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

DANCEY, C. P.; REIDY, J. *Estatística sem matemática para psicologia: usando SPSS para Windows*. Porto Alegre, Artmed, 2006.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practioners and regulators. *Accounting Horizons*, v. 14, n. 2, p. 235-250, jun. 2000.

DIAS FILHO, J. M.; CORRAR, L. J. Regressão logística. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Coord.). *Análise multivariada: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo, Atlas, 2009.

FÁVERO, L. P. *et al.* *Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FERRI, M. S.; SOARES, R. O. Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v. 20, n. 4, p. 15-30, out./dez. 2009.

FORMIGONI, H.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: ANPCONT, 1, 2007, Gramado. *Anais...* Rio Grande do Sul: ANPCONT, 2007.

HEALY, P. M.; WHAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Sarasota, v. 13, p. 365-383, 1999.

HSU, G. C.; KOH, P. S. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance*, v. 13, n. 6, p. 809-823, Nov. 2005.

JALIL, A. A.; RAHMAN, R. A. Institutional investors and

earnings management: Malaysian evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, v. 8, n. 2, p.110-127, 2010.

JIAMBALVO, J.; RAJGOPAL, S.; VENTKATACHALAM, M. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, n. 19, v. 1, p. 117-144, Spring 2002.

KOH, P. S. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 26, n. 3, p. 267-299, 2007.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINEZ, A. L. *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. 154p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. New York: John Wiley Trade, 2002.

MOHANRAM, P. S. How to manage earnings management? *Accounting World*, p. 13-19, 2003.

PORTUGAL, M. Investidores institucionais crescem, mas são limitados por pouca diversificação. *Exame.Com*, São Paulo, 6 jul. 2010. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/investidores-institucionais-crescem-brasil-sao-limitados-falta-diversificacao-576503>>. Acesso em: 1 set. 2012.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M.; JIAMBALVO, J. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings? 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163433>. Acesso em: 1 set. 2012.